บมจ. การบินไทย (THAI)

ขาย (Downgraded)

ราคาปัจจุบัน	25.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	15.40 บาท
Upside	-38.4%

คาด forex gains จากหนี้สินที่อยู่ในสกุลเงินยูโรจะถูกชดเชยปัจจัยลบจากเงินเยนที่แข็งค่าขึ้น

ราคาหุ้น THAI ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากถึง 46% ตั้งแต่เมื่อต้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมาเนื่องจากตลาดคาดว่า THAI จะได้ประโยชน์จากเงินยูโรที่อ่อนค่าลงหลัง Brexit อย่างไรก็ดี ค่าเงินยูโรคงที่ ytd ขณะที่เงินเยนแข็งค่าขึ้นอย่างมากถึง 16% ytd ดังนั้น forex gain จึงอยู่ในระดับต่ำเนื่องจาก 13% ของหนี้สินของบริษัทฯ อยู่ในสกุลเงินเยน ในขณะเดียวกัน หุ้น THAI ซื้อขายด้วย P/B ที่ 1.3 เท่าซึ่งใกล้เคียงกับ 2SD มากกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวและมากกว่าของคู่แข่งรายอื่นในกลุ่มฯ เราปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย ด้วยราคาเป้าหมายที่ 15.40 บาท

IMPACT OF A 5% DEPRECIATION OF THE EURO ON BOOK VALUE

(Btb)	2015	2016F
Total debt at 31-Dec	192.4	169.0
Euro-denominated debt	84.7	84.7
Euro-denominated rev	17.0	16.3
Net exposure	67.6	68.4
Impact of a 5% depreciation of EUR (Btb)	3.4	3.4
Impact as a % of book value (%)	10.3%	8.2%

Source: THAI, UOB Kay Hian

เหตุการณ์ใหม่

- **ราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นไม่สมเหตุสมผลเนื่องจากปัจจัยบวกจาก forex gain ไม่แน่นอน** market capitalization ของ THAI เพิ่มขึ้น 17,500 ล้านบาทหรือ 46% ตั้งแต่ต้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมาเนื่องจากตลาดคาดกว่าหนี้สินที่อยู่ในสกุลเงินยูโรของบริษัทฯ จะมีมูลค่าลดลงหลัง Brexit อย่างไรก็ดี จากการวิเคราะห์ของเราพบว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง 5% จะฉุดให้หนี้สินที่อยู่ในสกุลเงินยูโรลดลงแค่ 3,400 ล้านบาทหรือ book value เพิ่มขึ้น 8% อย่างไรก็ดี ตลาดอาจจะลืมไปว่า 13% ของหนี้สินของ THAI อยู่ในสกุลเงินเยนซึ่งแข็งค่าขึ้นอย่างมากถึง 16% ytd ดังนั้นสมมติฐานของตลาดที่มีต่อ forex gain ค่อนข้างไม่สมเหตุสมผล เราคาดว่า THAI จะบันทึก forex loss ในช่วง 1H59
- **เงินยูโรอ่อนค่าลงแค่ 0.3% เทียบกับค่าเงินบาท ytd** ประมาณ 44% ของหนี้สินทั้งหมดของ THAI อยู่ในสกุลเงินยูโร สำหรับในปี 58 รายได้ที่อยู่ในสกุลเงินยูโรคิดเป็น 9% ของรายได้ (รายได้จากเส้นทางบินยุโรปอยู่ที่ 25%) สำหรับในปี 59 เราคาดว่ารายได้ที่อยู่ในสกุลเงินยูโรจะคงที่อยู่ที่ระดับใกล้เคียงที่ 9%
- **หุ้น THAI ซื้อขายด้วย P/B ที่ 1.3 เท่า** ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ไม่สมเหตุสมผลและคาดเงินยูโรไม่น่าจะอ่อนค่าลงมากกว่านี้

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	190,986	188,748	180,725	185,476	192,169
EBITDA	(3,110)	6,939	35,205	35,400	32,246
Operating profit	(23,644)	(12,194)	16,218	17,890	16,082
Net profit (rep./act.)	(15,612)	(13,068)	9,004	10,646	10,006
Net profit (adj.)	(15,612)	(13,068)	9,004	10,646	10,006
EPS (Bt)	(7.2)	(6.0)	4.1	4.9	4.6
PE (x)	n.m.	n.m.	6.1	5.1	5.5
P/B (x)	1.3	1.7	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	n.m.	28.9	5.7	5.7	6.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
Net margin (%)	(8.2)	(6.9)	5.0	5.7	5.2
Net debt/(cash) to equity (%)	409.2	522.3	348.5	226.4	152.2
Interest cover (x)	(0.5)	1.2	6.6	5.6	6.2
ROE (%)	n.a.	n.a.	24.1	22.5	17.3
Consensus net profit	-	-	3,892	4,185	4,925
UOBKH/Consensus (x)	-	-	2.31	2.54	2.03

Source: Thai Airways International, Bloomberg, UOB Kay Hian

FYnn: Financial year ending 31 Dec; n.m.: not meaningful; negative P/E; EV/EBITDA reflected as n.m.

รายละเอียดบริษัทฯ

สายการบินแห่งชาติให้บริการเที่ยวบินทั้งในประเทศระหว่างภูมิภาคและต่างประเทศจากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ

Stock Data

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	THAI TB
Shares issued (m):	2,182.8
Market cap (Btm):	54,569.3
Market cap (US$m):	1,543.6
3-mth avg daily t'over (US$m):	13.6

Price Performance (%)

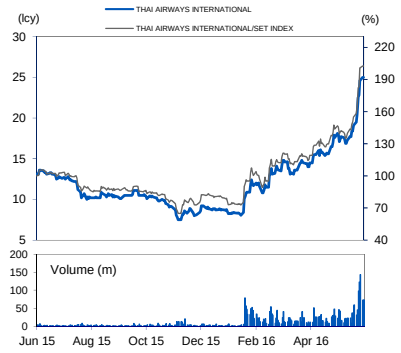
52-week high/low Bt25.00/Bt7.50

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
42.0	83.8	206.7	89.4	171.7

Major Shareholders	%
Finance Ministry	51.0

FY16 NAV/Share (Bt)	19.20
FY16 Net Debt/Share (Bt)	66.92

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

K Ajith

+65 6590 6627

ajith@uobkayhian.com

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงจากข่าวที่ประชาชนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ซึ่งเชื่อได้ว่าเป็นข่าวที่ถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **เงินยูโรที่อ่อนค่าลงไม่ได้ช่วยสถานการณ์ของ THAI ให้ดีขึ้น** Gearing ที่อยู่ที่ 440% ในไตรมาส 1/59 แสดงให้เห็นว่าหุ้นมีปัจจัยเสี่ยง แม้เงินยูโรอาจอ่อนค่าลงอีก 5% (และเงินยูโรไม่แข็งค่าขึ้น) แต่ net gearing ในปี 59 ของ THAI จะอยู่ที่ประมาณ 340% ซึ่งยังอยู่ในระดับที่สูง ในขณะเดียวกัน หนี้สินรวมต่อ OCF น่าจะอยู่ที่ 9.4 เท่าแม้ว่าค่าเงินยูโรจะอ่อนค่าลง 5% แล้วก็ตาม หุ้น THAI ที่ซื้อขายด้วย 2016 book value ที่ 1.3 เท่าในขณะนี้อยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับ 2SD มากกว่า P/B เฉลี่ยที่ 0.79 เท่า (2SD P/B: 1.34 เท่า) และมากกว่าของคู่แข่งรายอื่นในกลุ่มฯ ซึ่งเรามองว่าเป็นมูลค่าที่ไม่สมเหตุสมผล เนื่องจาก THAI น่าจะไม่บันทึก forex gain จากเงินยูโรและน่าจะบันทึก forex loss จากเงินเยนที่แข็งค่าขึ้น

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี

คำแนะนำ

- **ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย** ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 15.40 บาท ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากถึง 46% ตั้งแต่ต้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมาเนื่องจากตลาดคาดกว่าบริษัทฯ จะบันทึก forex gains จากหนี้สินในสกุลเงินยูโร อย่างไรก็ดี เราคาดว่า THAI จะบันทึก forex loss จากเงินเยนที่แข็งค่าขึ้น ในขณะเดียวกัน valuation ค่อนข้างแพงด้วย P/B ที่ 1.3 เท่าซึ่งมากกว่าของคู่แข่งรายอื่นในกลุ่มฯ และใกล้เคียงกับ 2SD มากกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวซึ่งไม่สมเหตุสมผล

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- เงินเยนที่ทรงตัว, pax yields ที่สูงกว่าคาดและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ

CHANGE IN EURO AND JAPANESE YEN EXCHANGE RATES

	EUR	JPY
Exchange rate as at 27-Jun-16	39.00	34.75
Exchange rate as at 31-Dec-15	39.13	29.96
% change ytd (%)	-0.3%	16.0%

Source: Bloomberg

P/B

Source: Datastream, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน